

Polgári Szemle, 13. évf., 4–6. szám, 2017, 69–82., DOI: 10.24307/psz.2017.1206

Bethlendi András

Államcsődök – zavaros vizeken?¹

Sovereign Bankruptcies – in Turbulent Waters?



Összefoglalás

A szuverén adósságválságok rendezésének intézményrendszerét csak a már létező nemzetközi szervezetek erős támogatásával lehet megreformálni. Az igazi előrelépést az jelentené, ha az IMF/EU szakítana a jelenlegi – magánbefektetőket védő – eljárásával, és az eladósodott országok, illetve saját adófizetőik érdekeit védené. Az eurózóna 2010-es szuverénválságát követően, az adósságrendezés valódi intézményi reformja helyett, az adósságválságba került országok rövid távú finanszírozásának intézményi hátterének kialakítására helyezték a hangsúlyt. Az adós országoktól pedig a legnagyobb válság közepette további fiskális megszorításokat és privatizációs programokat kérnek a finanszírozás fenntartásáért cserébe. Összességében a nagy nemzetközi bankok és befektetők, illetve ezek anyaországai (ún. core országok) ellenérdekeltek az intézményi szintű reformokban: a szuverén csőd maradjon egy bizonytalan kimenetelű, akár nagyon magas költségekkel járó és lassú folyamat. Ezen szereplők számára fontos, hogy valódi nemzetközi szolidaritás és hitelezői felelősségvállalás ne jelenjen meg, azaz a magánszektor tehervállalása az adósságrendezésben ne váljon általánosan elterjedt gyakorlattá, az adósságrendezési megoldások pedig az aktuális nemzetközi gazdasági és politikai erőviszonyoknak és érdekeknek maradjanak alárendelve, ahogy a közelmúlt görög és ukrán példája is mutatja. Azon válságban lévő országoknak pedig, melyek ennek nem rendelik alá magukat, vállalniuk kell a külön út kockázatát, ami egy önálló válságkezeléssel jár (Argentína 2001–2002-ben, Magyarország 2010–2013-ban).

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E6, F3, G1, H6, K4

Kulcsszavak: nemzetközi szervezetek, szuverén adósságválság, adósságátalakítás, nemzetközi pénzügyi közvetítés, pénzügyi piacok, nemzetközi jogi eljárások, Görögország, Ukrajna

DR. BETHLENDI ANDRÁS, PhD, docens, Wekerle Sándor Üzleti Főiskola
(bethlendi.andras@gmail.com).

Summary

The institutional system of sovereign debt crises management can only be reformed with the strong support of existing international organisations. Real progress would entail the IMF/EU breaking its current – private investor protecting – practice and better defending the interests of indebted countries and their own taxpayers. Following the eurozone's 2010 sovereign crisis, instead of a real institutional reform of debt restructuring, the emphasis was placed on setting up institutions for the short-term financing of countries in debt crisis. In the wake of the biggest crisis, they are calling for further fiscal tightening and privatisation programs from the debtor countries, in exchange for the maintenance of funding. Overall, large international banks and investors, which is to say their mainland countries (so-called core countries) are opposed to institutional-level reforms: sovereign bankruptcy should remain an uncertain outcome with potentially very high costs and a slow process. For these players, it is important to avoid real international solidarity and creditor responsibilities, i.e. the Private Sector Involvement should not become a common practice in debt restructuring. Debt restructuring solutions remain subject to the actual international economic and political balance of power and interest, as the recent Greek and Ukrainian examples show. Countries in crisis, which do not undergo this, must take the risk of a separate road, which results from an independent crisis management (Argentina 2001–2002, Hungary 2010–2013).

Journal of Economic Literature (JEL) codes: E6, F3, G1, H6, K4

Keywords: international organisations, sovereign crisis, debt restructuring, international financial intermediation, financial markets, international legal procedures, Greece, Ukraine

BEVEZETŐ

A fejlett világban régóta transzparens, időben és költségben hatékony vállalati csődtörvény és gyakorlat működik. Az elmúlt egy-két évtizedben a magánszemélyek csődje is megfelelő szabályozást nyert. A szuverén csőd azonban továbbra sem szabályozott, folyamata nem átlátható, politikai és gazdasági költségei kiszámíthatatlanok, és időbeli lefolyása nagyon bizonytalan. Ugyanakkor még konzervatív és körültekintő eladósodás esetén is történhetnek olyan események, melyek egy országot adósságválságba sodornak. A hosszan tartó gazdasági és politikai válságok elkerülésének érdekében az országoknak is szüksége lenne egy olyan csődmechanizmusra, mely a gyors újrakezdést támogatná.

Az államcsődök kezelésének a témája több mint három éve érlelődik bennem. Azóta sajnos nem sok előrelépés történt a témában. Az euróönya 2010-ben kibontakozó szuverén adósságválságával együtt a hazai államadósság finanszírozása is nehéz helyzetbe került. Görögország kivételével a többi PIIGS-ország, Ciprus (és Magyarország) finanszírozási nehézségei 2014-ben már megoldódni látszottak.

Görögország ekkor már túl volt két adósságrendezésén. 2010-ben az első adósságrendezést megelőzően a görög kormány 310 milliárd euróval tartozott magánhitelezőinek, döntően „prudens” európai bankoknak és egyéb pénzügyi közvetítőknek (nagy biztosítóknak, befektetési alapoknak). Az első két adósságrendezés során a trojka (EU-t képviselő Bizottság, EKB és IMF), de döntően az EU és az EKB 250 milliárd eurót nyújtott a görög kormánynak. Azonban ennek a forrásnak a 92%-át a magánhitelezők kiváltására és hazai pénzügyi rendszerének megtámogatására (jelentős részben ezek is európai intézmények leányvállalatai voltak) kellett fordítania, a maradék 8% volt a görög kormány saját mozgásterére bízva. 2012-ben egyértelművé vált, hogy bizonyos szintű adósságelengedés nélkül nem lehet megoldani a görög válságot. Az alábbi okok miatt egy elégtelennek tekinthető megegyezés született a magánhitelezői adósságok 50%-os leírásáról:

- addigra a nemzetközi magánhitelezők jelentős részét már felváltotta a trojka finanszírozása;

- a megállapodás elsősorban a görög pénzügyi intézményeket érintette, azok így csődbe mentek, feltőkésítésükhöz a görög államnak újabb hiteleket kellett felvennie;

- a megállapodást visszautasító – erre specializálódó – befektetési alapok 6,5 milliárd euró értékben vásároltak fel adósságpapírokat, és jogi útra terelték a követelésüket. Később ezek különmegállapodásokra kényszerítették a görög kormányt, jelentős nyereségre téve szert (Kamenis, 2014).

A fenti intézkedések mellett 2014-ben a görög adósság még mindig 317 milliárd euró volt, melynek immár 78%-a a trojkától származott, tehát közösségi (adófizető) forrásból. A GDP jelentős visszaesése miatt, a GDP-arányos adósságállomány még jelentősen emelkedett is. Tehát a görög adósságproblémát nem oldotta meg a trojka, csupán európai magánhitelezőit mentette ki (Jones, 2015).

2013-ban robbant be az ukrán válság. 2014 februárjában, jó egy héttel az IMF–EU pénzügyi mentőcsomagot megelőzően, az amerikai Franklin Templeton – adósságváltságokra specializálódott – befektetési alap további egymilliárd dollár értékben vásárolt ukrán államkötvényeket az orosz államtól az ukrán politikai és gazdasági válság kellős közepén (javában zajlottak a kijevi összecsapások), ezáltal az ukrán külföldi dollárkötvények több mint harmadának a birtokosa lett. Az említett alap mellel nem elhanyagolható magyar deviza állampapír-állománnyal is rendelkezett abban az időben, pozícióit a 2010-es évek elején építette fel: a magyar államadósság 12%-át tartotta a kezében.

Mi motiválta ezt a befektetést, „bátor” vagy kalandor tettek tekinthető-e? Egyes szakértők az ilyen befektetőket (akik a másodlagos piacon diszkontáron felvásárolják az adósságnehézséggel küszködő országok adósságait) egyszerűen csak karvalyalapoknak (vulture funds) vagy zsvány hitelezőknek (rogue creditors) nevezik. Ezek a hitelezők sokszor nem egyeznek bele az adósságátstrukturálási megállapodásokba, igyekeznek kívül maradni, és változatlanul a teljes összeget követelni az adósoktól (Kamenis, 2014).

A tisztán piaci alapú kockázatvállalás természetesen egy egészséges nemzetközi finanszírozási rendszer fontos eleme lenne. Azonban a fontos intézményi hiányosságok aszimmetrikussá teszik a Templeton és más hasonló befektetők kockázatvállalását.² A nagy negatív kockázatok inkább csak látszólagosak, valójában egy nagy pozitív koc-

kázatot vállalnak a szuverén csődhelyzetek nemzetközi szabályozásának és formalizált eljárásrendek hiánya miatt. Sőt a konkrét esetben az Ukrajna és Egyesült Államok közötti befektetésvédelmi egyezmény a szuverén adósságokra is kiterjed (Woods–John, 2014), védve ezzel a Templeton és hasonló nagybefektetők érdekét, így a valós kockázatvállalásuk korlátozottabb.

A szuverén adósságrendezés témája már annyira régi, hogy Keynesnek az első világháborút lezáró versailles-i békerendszerrel kapcsolatban írt művében is megjelent már, sajnos máig aktuális maradt (Keynes, 2000). A második világháborút követően, 1970-ig a szuverén hitelezés kormányközi vagy nemzetközi intézmények (Világbank, IMF) által történt. Az 1970-es évektől nemzetközi bankok léptek be erre a hitelpiacra. Az olajár-emelkedés hatására az olajtermelő országok jelentősen szufficitessé váltak, az ő megtakarításaik egy részét közvetítették ezen bankcsoportok a fejlődő – olajimportáló – országok számára, így megfinanszírozva a deficitese folyó fizetési mérlegüket. A felépülő jelentős adósságállományok és kockázatok az 1980–1981-es szuverén válsághoz vezettek.

Átfogó javaslatok is születtek egy formális jogi keretrendszer felállítására a szuverén adósságrendezésre vonatkozóan.³ A bevezetésre került ún. Baker-terv piaci reformokhoz kötötte az IMF és a Világbank aktívabb hitelezési tevékenységét, az adósságrendezés intézményi kereteit azonban nem érintette. Ennek a sikertelenségének a hatására 1986-ban született az ún. Brady-terv, amely megteremtette a fejlődő országok hitelátstrukturálási megállapodásainak az alapját. Lényege, hogy a magánszektor a fedezetlen dollárhiteleket hosszabb lejáratú és alacsonyabb kamatszintű kötvényekké cserélhette át, több esetben külön fedezetet mögé rendelve (például Mexikóban az olajtartalékokat). A tartozások kötvényesítésével ezek másodpiaci kereskedelme is kialakult, mely tovább növelte a piaci szereplők finanszírozási arányát a szuverén adósságokban (Kamenis, 2014). Ezen reformok alapvetően a szuverén finanszírozás piacának a megteremtését szolgálták, azonban az adósságválságok átfogó kezelésére nem voltak alkalmasak, sőt még komplexebbé és kevésbé átláthatóbbá tették a szuverén finanszírozási rendszert (például megjelentek a kapcsolódó „credit default swap”-ok és egyéb derivatív eszközök is). Ennek eredménytelenségét a folyamatos, szuverén válsághullámok jól mutatják (1994/1995: ún. tequilaválság, 1998: ázsiai és orosz válság, 2002: argentin válság).

Egyes szerzők ezt a problémakört két alapvető kérdésre vezetik vissza (Schadler, 2015):

– Mi legyen az állami adósság átstrukturálásának a jogi, eljárási kerete, amikor az ország adósságterhe (jelentős nemzetközi hitelezői komponenssel) meghaladja az adósságszolgálati képességét a gazdasági és társadalmi rendjének súlyos zavarai nélkül?

– Milyen helyzetben kell az IMF-nek vagy más nemzetközi szervezetnek pénzügyi segítséget nyújtani a megrendült helyzetű országnak, és a kötvénytulajdonosok számára bizonyos veszteségviselést előírni?

AZ ÁLLAMCSÖD FOGALMA ÉS JELENLEGI GYAKORLATA

A szuverén csődöt (államcsőd) úgy definiálhatjuk, hogy egy szuverén állam központi kormányzata valamely hitel típusú kötelezettségének nem vagy nem az eredeti feltételek mellett tesz eleget, és a hitelezőknek ebből kára származik. Az államcsődöt

követően általában elkezdődik egy hosszabb-rövidebb ideig tartó folyamat, melyben a felek a meglévő államadósság-instrumentumokat (kötvény, hitel, garancia stb.) egy jogi folyamat keretében új adósság-instrumentumokra cserélik. Ezt hívjuk átstrukturálásnak. Ennek két fő eleme:

- Adósságátütemezés: az adósság futamidejének a kitolása. Ez már adósságkönnyítés, hiszen a visszafizetések az időben kitolódnak.

- Adósságcsökkentés: az adósság nominális (visszafizetendő) értékét csökkentik, mely együtt járhat a kamatterhének a csökkentésével.

Megjegyezzük, hogy a csődöt nem mindig követi adósságátstrukturálás. Vannak olyan esetek, amikor átmeneti fizetési zavart követően, az adós újra rendesen eleget tesz kötelezettségeinek. Az is előfordulhat, hogy még az effektív csőd előtt megtörténik az adósság átstrukturálása. Ugyanakkor azt is csődeseménynek tartjuk, ha a hitelezők szempontjából kedvezőtlen adósságátstrukturálás (névértékcsökkentés, átütemezés, visszavásárlás, kamatcsökkentés) történik.⁴

Az államcsődöt közvetlenül kiváltó okokat nehéz általánosítani, általában több tényező együttes következménye: túlzott adósságfelhalmozás, nemzetközi hitelezési ciklusok, hirtelen és nagymértékben eső nyersanyag- és terményárak stb. Általánosságban azt is megfogalmazhatjuk – amit több neves nemzetközi pénzügyi szakember (például Lámfalussy Sándor, Joseph Stiglitz) gyakran kiemel –, hogy nincs túlzott eladósodás túlzott hitelezés nélkül. Piaci kudarc gyakran fellép ezen a területen. Sokszor nem elhanyagolható az aszimmetria (erőben, tudásban, információban) a szofisztikált, nagy nemzetközi finanszírozók és a fejlődő országok kormányzati döntéshozói között. A piaci tökéletlenséget erősíti a bankok tőkeszabályozása, mely a finanszírozási kockázatokat (kamat, árfolyam, lejárat) az adósokra hárítja. Ismert jelenség erre a helyi devizában történő finanszírozás hiánya, a külföldi hitelezők csak valamilyen nemzetközi devizában hajlandók finanszírozni. Megjegyezzük, hogy ez a kockázati transzfer implicit, nem látható hitelkockázat-emelkedést jelent. A gyengébb hitelminősítésű szegmensben a nemzetközi finanszírozási piac jellemzője a nagyfokú volatilitás. Már kisebb problémák is (akár más régióban, országban jelentkezők) gyakran heves reakciókat váltanak ki ezen országhor finanszírozásában. A finanszírozás teljesen független ezen adósok finanszírozási igényétől, sőt gyakran éppen akkor vonják ki a forrásokat, amikor az adósoknak a legnagyobb szükségük lenne rá (ezért nagyon prociklikus).

Ugyanakkor minden államcsődnél felmerül a fizetési képesség és készség kérdése. A fizetési képesség rövid távon alapvetően likviditási kérdés. A szolvencia fogalmát a szuverének esetében véleményünk szerint át kellene fogalmazni: szolvensnek tekinthetünk egy államot, ha a tőke- és kamatfizetéseinek várhatóan hosszabb távon eleget tud tenni, a gazdasági-társadalmi rendszerének jelentősebb sérülése nélkül. Ez utóbbi fontos feltétele egy társadalmi szempontból is méltányos csőd fogalmának. A fizetési készség hiánya is vezethet csődhez. Ez egyrészt jelentkezhet politikai alapon, például az előző diktatórikus rezsím adósságainak megtagadásaként. Másrészt stratégiai döntés eredményeként: figyelembe véve a csőd költségeit és a meglévő adósságszolgálati kötelezettséget, az állam inkább az adósságmegtagadást választja. Erre jó példa Ecuador 2008-as esete (Vidovics-Dancs, 2014).

Egy szuverén adósnak nyújtott kölcsön esetében bizonytalan a bírósági úton érvényesíthető jogi kikényszeríthetőség, az állami eszközök pedig nem vagy csak korlátozottan jelentenek végső fedezetet a hitelek visszafizetésére. Egy államcsőd lehetséges költségeit azért fontos bemutatni, mert alapvetően ezen nem kívánt költségek biztosítják azt a mechanizmust, amely a szuverén államok számára nyújtott hiteleknek a létezését lehetővé teszi. A szuverén csőd esetleges nemzetközi szabályozása esetén arra mindenképpen tekintettel kell lenni, hogy a hitelek visszafizetésének kellően erős ösztönzői maradjanak.

Egy államadósság kikényszeríthetőségét nagyban erősíti, ha az más (esetleg nemzetközileg befolyásosabb) államokkal áll szemben, vagy ezen államok valamely befektetési egyezményre hivatkozva aktívan fellépnek magánhitelezők védelmében. Gyakran éppen az IMF képviselte nagyon erősen a nemzetközi hitelezők érdekeit az adósokkal szemben. Erre jó példa Argentína 2001-es válsága, amikor is az IMF az egyeztetéseket tudatosan elhúzta, meghosszabbítva az ország agóniáját (Stiglitz, 2007). A bizonytalan és hosszas adósságáttrendezés az egyik legfontosabb költsége egy államcsődnek. Végül az argentin vezetés arra jutott, hogy jobb új IMF-program nélkül, önállóan kilábalni a válságból, amit aztán sikeresen meg is tett. A 2010 utáni magyar kormány is hasonló következtetésre jutott. A magyar kormány 2013 elejéig – több megszakítással – fenntartotta a tárgyalást az IMF-fel és a Bizottsággal további finanszírozás érdekében, azonban új finanszírozásra már nem került sor. Egyrészt a bevezetett intézkedések hatására a finanszírozási válság legnehezebb része 2013-ra már megoldódott, másrészt az IMF és a Bizottság által kért intézkedéseket (pl. a bevezetett bankadó visszavonása) a szuverén magyar kormány nem vállalta.

Egy államcsőd másik fontos költsége a reputáció elvesztéséből, illetve annak különböző gazdasági következményeiből adódik. Ennek egyik formája, hogy a magánhitelezők – általános jogi kényszerítő eszközök híján – a pénzügyi piacokról való kizárást alkalmazzák, azaz a csődöt követően nem folyósítanak új hiteleket. Ugyanakkor empirikusan igazolt, hogy az államcsőd nem vonja maga után az ország végleges kizárását a nemzetközi pénzügyi piacokról. Ellenkezőleg, a piac memóriája általában nem túl hosszú. Különösen egy sikeres adósságátstrukturálást követően a piacok már nem diszkriminálnak, az ország hitelezése meglepően gyorsan újra tud indulni.

A reputációs veszteség (bizalmi válság) a kétoldalú – hitelező ország gazdasági alanyai és adós országé – gazdasági kapcsolatok tartós romlásában is jelentkezik: a működőke-áramlás és kereskedelmi forgalom visszaesésén keresztül. A kereskedelmi kapcsolatok romlásának fontos csatornája lehet a külföldi szállítói hitelek befagyása. Meg kell jegyeznünk, hogy a kereskedelmi kapcsolatok szétbomlása mindkét fél számára gazdasági veszteséggel jár, így kevésbé tekinthető tartós szankciós eszköznek.

Végül, de nem utolsósorban fontos kiemelni az államcsődök hazai gazdaságra és politikai életre kifejtett negatív hatásait. A hazai gazdaságra kifejtett hatása legmarkánsabban a bankszektornál jelentkezhet, különösen akkor, ha a hazai bankok jelentős mértékben finanszírozzák az államadósságot, ilyen esetekben az államcsőd bankválságot okozhat. A friss finanszírozási források elakadása, nemzetközi forrásköltségek általános emelkedése, kereskedelmi kapcsolatok szűkülése rövid távon általában gazdasági visszaesséssel jár, mely nem maradhat politikai következmények nélkül, főleg egy

demokratikus berendezkedésű országban. Így az államcsődök gyakori következménye a kormányváltás, a vezető kormányzati tisztségviselők bukása. Ez arra ösztönözheti a döntéshozókat, hogy egyéni érdekekből olyankor is késleltessék az államcsődöt, amikor állampolgári szinten már racionális lenne (Vidovics-Dancs, 2014). Megjegyezzük, hogy ez egyúttal olyan alkuk megkötésével is együtt jár, melyek eredményeként egy teljesen legyengült ország de facto elveszíti a fiskális szuverenitását.

A fenti ismertetőből kihagytuk a katonai intervenciókat és önkényes eszközfoglalásokat, melyek a legelterjedtebb nemfizetési szankciók voltak a 20. század közepét megelőzően. Azonban az utóbbi évtizedekben erre a nyers erőpolitikára nem nagyon akadt példa.

KEZDEMÉNYEZÉSEK, JAVASLATOK

Az államcsődök megreformálására vonatkozó kezdeményezéseket és javaslatokat két csoportba bonthatjuk: 1. egyedi eszközök, melyek önmagukban javítani tudnák az államcsődök gyakorlatát; 2. átfogó javaslatok új intézményrendszerre.

Egyedi megelőző eszközök

A szakértők nagy jelentőséget tulajdonítanak az ún. megelőző eszközöknek.

A nemzetközi finanszírozás prociklikus hatásainak csökkentésére jó eszköz lehetne az ún. GDP-kötvények általános elterjedése. Ezen kötvények hitelköltsége együtt mozog a gazdasági növekedés ütemével. Gyors gazdasági növekedés esetén magasabb költséggel járna, mint szűkülő gazdasági helyzet esetén.

Szintén megelőző eszközként alkalmazható az országok adósságának átláthatóságát és az adósságfenntarthatóság értékelését (Debt Sustainability Analysis, DSA) szolgáló szabályok szigorítása. Az egyes országok kockázati értékelésének több nemzetközi fóruma is van. A legismertebbek az IMF adósságfenntarthatósági elemzései. Emellett kiemelendők még az OECD-országértékelések, melyek jelentős részben az állami Export Credit Agencyk (konszenzusos) értékítéletét tükrözik. Ilyen fórumok fokozottabb bevonásával az adott ország adóssághelyzetére vonatkozó információk korlátok enyhülnének. Az OECD-országok állami finanszírozóira az adósságfenntarthatósági követelmények már ma is érvényesek, azaz nem adhatnak új finanszírozást olyan országnak, amelynek az adósságát az IMF fenntarthatatlannak minősítette. Azonban ezen szabályok nem vonatkoznak a magánszereplőkre. Itt elő lehetne írni, hogy semmilyen állami, illetve nemzetközi támogatásra nem számíthatnak azon szereplők, melyek a fenntarthatatlansági jelzéseket nem veszik figyelembe.

Megfelelő eszköz lehet az ún. szabályalapú fiskális politikák keretrendszerének az erősítése. Például az eljárási-átláthatósági szabályok kialakításán túl a szabályok betartatására megfelelő intézményi mechanizmusokat is kiépítenek.

Az országok közötti befektetési egyezmények reformja is erősítheti a megelőző jellegűt. Még az adósságproblémákat megelőzően célszerű ezen egyezményekből expliciten kizárni az állam különféle adósságait. A jelenlegi globális likviditási bőség mellett, az ilyen jellegű változtatásoknak minimális lenne a negatív hatása.

A „too little, too late” probléma kezelése

A hitelátstrukturálás olyan időigényes folyamat, mely során a hitelezők közötti koordináció nehézkessé válhat, potyautas-probléma jelentkezhet; illetve a privát hitelezők likvidálják a pozíciójukat, és az állami szereplőknél, illetve nemzetközi intézményeknél maradnak a kitettségek, a költségek.

A hitelezők közötti megállapodások létrehozását sokkal gyorsabbá és hatékonyabbá tehetné az ún. közös fellépési záradék általános bevezetése (Collective Action Clauses, CAC), mely alapján elegendő lenne a hitelezők egy minősített többségének egyezsége, az egyezség kötelező erejű lenne az egyezségben részt nem vevő hitelezőkre is. Az Eurogroup (az eurózóna pénzügyminisztereinek informális jellegű gyűlése) döntése alapján 2013. január 1-jétől minden új eurókötvény-kibocsátásnak tartalmaznia kell a CAC-t.⁵ Mivel például a görög adósságok döntő részét is a helyi jog szerint adták ki, ezért a trojka támogatásával a görög parlament a fenti záradékot visszamenőleg jogszabályba iktatta, így bekerült az összes helyi jog szerint kibocsátott adósság mögé, mely megkönnyítette, hogy a magánhitelezők helyébe a trojka be tudjon lépni.

A „too little, too late” probléma másik megoldási eleme egy olyan szabály lenne, amely megakadályozza, hogy az állami szereplők, ill. nemzetközi intézmények magán-szereplők hiteleit mentsék ki. Ennek eszköze, hogy adósságválság idején az állami, nemzetközi intézmények belépési feltétele legyen a magánszektor tehervállása (Private Sector Involvement, PSI), azaz bail-in (hitelezői feltőkésítés vagy adósságelengedés) nélkül ne legyen állami szerepvállalás.

Átfogó javaslatok

Ahogy már bemutattuk, a nagyobb nemzetközi adósságválságokat követően általában megerősödnek a kezdeményezések a nemzetközi adósságrendezés átfogó intézményi felülvizsgálatára. A 2008-as világgazdasági válság újabb lökést adott a szuverén csőd keretrendszerére vonatkozó javaslatoknak, melyet nemzetközi szervezetek is felkaroltak. A javaslatokat két nagy csoportra lehet bontani: valamilyen jogszabályon vagy választott bírói eljáráson alapuló megoldás. A jogszabályi alapú megközelítésben sokkal erősebb a szupranacionális jelleg, tehát a nemzeti szuverenitás korlátozása.

Jogszabályon alapuló javaslatok:

– IMF Sovereign debt restructuring mechanism (SDRM) 2002/2003-as javaslata, melynek a szervezet 2012/2013 során újabb lökést adott, bár az IMF továbbra is csak szakértői anyagként (ún. „staff paper”-ként) jeleníti meg (IMF, 2013). A kezdeményezés gyakorlatilag abbamaradt, melyben jelentős szerepe volt annak, hogy az USA nem támogatta (Mooney, 2015). A javaslat jelentős szerepet szán az IMF-nek az adósságválságok kezelésében: átmeneti finanszírozás nyújtása; adósságfenntarthatóság értékelése, tárgyalások vezetése; globális megoldási javaslat; ezért jogilag egy fórumon keresztül történne az államcsődök kezelése (Dispute Resolution Forum, DRF), hasonlóan a választott bírósági javaslathoz. A javaslat tartalmazza a CAC-klauzula kötelező használatát, valamint az átstrukturálási tárgyalások alatt a hitelezői behajtás felfüggesztésének a kötelezettségét.

– 2010-ben az eurózóna szuverén válsága életre hívta a European Crisis Resolution Mechanism (ECRM) javaslatot, melynek koncepcióját a Bruegel think tank dolgozta ki. Ez az Európai Unió egészére kiterjedő kötelező szabályrendszerre tesz javaslatot (Hagen et al., 2010). Ez tehát egy szupranacionális javaslat, mely három pillérből áll: jogi intézmény a viták kezelésére; gazdasági intézmény az adósságfenntarthatóság értékelésére, tárgyalások vezetésére; pénzügyi intézmény az átmeneti finanszírozás biztosítására.

Mindkét javaslat lényege, hogy a hitelezők (minden eszköztípust figyelembe véve) minősített többségének (75% feletti) megegyezése az összes hitelezőre érvényes és kötelező döntést jelent. Ezzel szemben a CAC-klauszula csak egy instrumentumon belül jelent mindenki számára kötelező döntést. Az Európai Unióban csak a már említett CAC került bevezetésre, a bruegeli koncepció nem.

A 2010-es szuverén válság hatására az Európai Unió az átstrukturálás intézményi reformja helyett az adósságválságba került országok rövid távú finanszírozása intézményi háttérnek kialakítására helyezte a hangsúlyt. Tehát az országok adósságkezelése maradt a meglévő ad hoc keretek között, mely gyakorlatilag – mint látni fogjuk – a nemzetközi erőviszonyok letükröződése, ugyanakkor amíg tart az adósságrendezés, addig – amennyiben kellően együttműködő az ország – a létrehozott pénzalapokból (European Financial Stability Facility, EFSF és European Stability Mechanism, ESM) megoldják az érintett ország átmeneti finanszírozását. Így a lejáró magánhitelezői adósságok helyett ezen intézmények lépnek be finanszírozóként. Az alapfilozófiájuk az ún. „cash-for-reform programmes”. Ennek keretében jelentős fiskális megszorításokat és privatizációt követeltek a válságban lévő országoktól, tovább fokozva a gazdasági visszaesést és a társadalmi feszültségeket. A válság közepén privatizálni pedig olyan, mint az a megszorult ember, aki kénytelen eladni a féltve őrzött családi ezüstit. Ez a megoldás egyértelműen az EU ún. core országainak (jelentős részben Németországnak) az érdekeit szolgálja, melyek az EU-ban alapvetően szufficites külkereskedelmi/folyó fizetési mérleggel rendelkeztek. Az említett bajba jutott – elsősorban mediterrán és egyes kelet-közép-európai (köztünk hazánk) – országok deficitesekek voltak a 2008-at megelőző években. A folyamatos deficit-szufficit állapot egy jelentős adós-hitelező állományt épített fel, melyet a core országok magánpénzügyi intézményrendszere közvetített.⁶

Tehát a válság alapvetően versenyképességi – EU-n belüli megrekedő felzárkózási folyamat – problémára vezethető vissza. Ez azért is fontos, mert ez egyben a válság nem megfelelő kezelését is jelentette. Az európai döntéshozók jelentős fiskális kiigazítást követeltek a bajba jutott országoktól. Holott például a válság sújtotta Írországra és Spanyolországra kisebb államadósság és költségvetési deficit volt jellemző, mint a legtöbb eurózóna-beli országra. Így összességében morálisan is kétséges az egész folyamat (például a lusta görögözés az európai sajtóban stb.), hiszen kiemelten Németország külkereskedelmi többletét, ezzel a német jólétet, de facto német hitelek keresztül finanszírozták a lemaradók (például a görögök).

A tartós deficit-szufficit kapcsolat a nemzetközi adósságválság hatására feszült adós-hitelezői viszonyt hozott létre.⁷ Ebben a helyzetben, ha a core országok politikai döntéshozói valóban szolidárisak lettek volna az adósságrendezések során, akkor annak költsége azonnal a saját pénzügyi rendszerükben jelentkezett volna, visszavetve a hazai gazdasági aktivitást. Megjegyezzük, hogy 2009–2010 folyamán így is jelentős állami tá-

mogatást kapott a német, holland stb. bank- és biztosítási rendszer. Az EFSF és ESM felett egyébként a demokratikus kontroll gyenge, például nem kötelezhető semmilyen működésével kapcsolatos dokumentum nyilvánosságra hozatalára. A 2010-es szuverén válság során a trojka (EKB, Bizottság, IMF) és feltételezhetően az ESM is a szerkezetátalakítási programokat és az ehhez szükséges átvilágításokat nagy nemzetközi tanácsadó cégekkel (pl. Oliver Wyman, BlackRock, Roland Berger, Pimco) dolgoztatta ki, jelentős üzleti előnyhöz juttatva őket (Corporate Europe Observatory, 2014).

Összességében az EFSF és ESM az IMF-hez hasonló szerepet tölt be, az eurózónára szűkítve a tevékenységüket, a meghatározó core EU-államok érdekét szem előtt tartva. Ezen alapokból finanszírozták az ún. PIGS-országokat (Portugália, Írország, Görögország, Spanyolország) és Ciprust az adósságválság során. Ezért tevékenységüket nem is részletezzük jobban, hiszen ahogy már említettük, a főleg magánhitelezői oldal érdekei szerinti átmeneti finanszírozásra jöttek létre ezen intézmények.⁸ Inkább áttérünk a másik átfogó reformjavaslat-típusra.

A választott bírói eljáráson alapuló megoldási javaslatok:

Ezek közül az NGO-k által felkarolt Fair and Transparent Arbitration Process (FTAP) koncepciót emeljük ki. Erre alapozva a UNCTAD Debt Workout Mechanism (DWM) munkacsoportot is létrehozott.⁹ Az egyes NGO-reformjavaslatok létét csak megemlíjtük, nem mutatjuk be. Ugyanis véleményünk szerint bármilyen igazságos, hatékony a javaslat, ha nem karolta fel és vette fel programjába valamilyen nemzetközi szervezet, a megvalósulásának az esélye gyakorlatilag nulla.

A választott bírói megoldásnak központi elemei egy elismert, döntéssel (adós és hitelezői által egyaránt) felruházott intézmény létrehozása, illetve a választott bírósági klauzula általános használata egy adott ország esetében, minden jövőbeni adósságra vonatkozó szerződésében (banki, szuverén, nemzetközi szervezetek által nyújtott, valamint kötvények). Ennek egyik formája lehetne az ENSZ által működtetett bíróság létrehozása. Ennek előnye az IMF-es javaslatához képest, hogy míg az IMF maga is aktív hitelező, addig az ENSZ függetlenebben tudna eljárni az ilyen problémák megoldásában. Ez a megközelítés nem igényli a nemzetközi jog megváltoztatását, ugyanakkor kiváltaná a jelenlegi adósságrendező fórumokat, a Párizsi és a Londoni Klubot.

Az ENSZ közgyűlése 2014 decemberében felállított egy ún. ad hoc bizottságot a szuverén adósságátütemezésre, melynek a titkári feladatait a UNCTAD látja el.¹⁰ Ennek a bizottságnak a keretében folytatódik a szakértői munka az államadósság átstrukturálásának megreformálására.¹¹ Mindemelllett gyakorlati adósságrendező fórum még nem működik.

Összességében a reformjavaslatok mind új eljárási folyamatokat hoznának létre, mely gördülékenyebbé és kiegyensúlyozottabbá tenné az államcsődök rendezését és erőviszonyait. Ugyanakkor egyik átfogó reformjavaslat sem került eddig bevezetésre.

KRITIKAI HANGOK, NINCS IS SZÜKSÉG REFORMOKRA

Az alábbi érvek alapján a jelenlegi gyakorlatot az IMF szakértői sok szempontból megfelelőnek tartják (Rediker–Ubide, 2014). A reformokkal kapcsolatban a gyakori kritikák – mely érvek az említett IMF-anyagban is megjelentek – a következők:

1. A kritikai retorikával ellentétben általában gördülékenyek voltak az átstrukturálások az elmúlt évtizedekben. Az idézett szakértők adatai alapján a hitelátstrukturálások (a csődtől az átstrukturálás befejezéséig) átlagos ideje 28 hónap volt.

Véleményünk szerint az átlagosan több mint kétéves finanszírozási bizonytalanság jelentősnek tekinthető, hiszen addig a gazdaság szereplői és a bankrendszer gyakorlatilag nem tud forrásokat bevonni, jelentős negatív reálgazdasági hatásokat okozva. Az IMF két jelentős adósságválságot (argentín és görög) outliernek nevezett, és kivette a vizsgálati mintájából. Ez módszertanilag erősen vitatható torzítást eredményezett. Hiszen azt a kettőt vették ki, amelyek kimagaslóan alulteljesítettek, illetve a pártatlanság látszatát sem sikerült megőrizni (lásd feljebb az IMF argentín válságkezelésével kapcsolatos kritikát).

2. Az IMF reformjavaslatok helyett inkább hangsúlyosabban hívja fel a kockázatokra a figyelmet. A különböző riportjaiban nevezze meg a problémás államokat és pénzügyi kockázatokat. Az országgkockázat alakulását tágabban ellenőrizze, ne csak az egyes államok eladósodására térjen ki, hanem fedje le a határokon átnyúló pénzügyi folyamatokat, a vállalati devizanem-eltérést és a különböző típusú adósságokat. Ne segítse elő az adósságátstrukturálásokat, amelyek komoly töréseket okozhatnak a szuverén finanszírozási piacokon, megfertőzve a világ pénzügyi piacait.

Ez utóbbi felvetésről az a véleményünk, hogy ez csak egy látszatzmegoldás. A válságokat általában nehéz előrejelezni, és a jegybankok, nemzetközi szervezetek riportjai nem igazán hatásosak a piaci folyamatok visszafogására. Ezt jól mutatja például, hogy a jegybankok pénzügyi stabilitási riportjainak a válság-előrejelző ereje nagyon gyenge volt a 2007/2008-as válság vonatkozásában (Davies–Green, 2010).¹²

3. A legfájóbb a kritikusok számára az a kezdeményezés, hogy bizonyos esetekben az EU/IMF belépésének a feltétele legyen, hogy a magánszektor hitelezői is vegyék ki a részüket a veszteségekből (bail-in). Ez a lépés növelné a hitelezési kockázatokat, mely a jövőre nézve gyakoribb IMF-beavatkozást jelentene, de mindenképpen növeli a finanszírozási költségeket.

Erről a kritikáról az a véleményünk, hogy amennyiben ez a kitétel ex ante bekerül a jövőbeni új hitelek mögé, a kockázati felárak növekedését ellensúlyozhatná az a hatás, hogy a hitelezők óvatosabbá válnának, és csak alacsonyabb mértékű finanszírozási kockázatokat vállalnának. A „search for yields” nyájhatás megfontoltabbá válna, és talán kevésbé fordulna hitelezési válságokba. A rendszeresen visszatérő szuverén adósságválságok egyik legfontosabb tanulsága az is, hogy a jövőben egy szignifikánsan alacsonyabb szintű fejlődő országbeli eladósodás lenne kívánatos.

A GÖRÖG ÉS UKRÁN PÉLDA

De mi történt példáinkkal, Görögországgal és Ukrajnával?

Görögországban a válság hatására a reál-GDP 2013-ra 2008-hoz képest 23%-kal csökkent. A munkanélküliség 2013-ban már 27,5%-os volt. Ahogyan már bemutattuk, az első két mentőcsomag egyáltalán nem oldotta meg a görögök finanszírozását, a relatív adósságállomány jelentősen tovább növekedett. Az Alexis Tsipras vezette baloldali radikális Syriza párt a görög adósságrendezéshez az 1953-as német adósságrende-

zést hozta fel mintaként. 1953-ban a londoni konferencia döntött arról, hogy az NSZK minden külső adósságának a felét elengedik, a másik felének visszafizetését pedig az NSZK exportjövedelem-termelő képességétől tették függővé. Többek között Görögország is aláírta ezt az egyezményt. Ez a megállapodás nagyban hozzájárult a német gazdaság újjáépítéséhez (Jones, 2015). A hidegháború kellős közepén az NSZK geopolitikai szerepét nem szükséges hangsúlyozni.

2015 elejére egyértelművé vált, hogy Görögország jelentősebb adósságelengedés nélkül a megkövetelt megszorítási politikával nem képes az adósságszolgálatát teljesíteni. Ezért 2015-ben a trojka a finanszírozás fenntartása érdekében jelentős megszorítási politikát követelt a görög kormánnyal szemben. Alexis Tsipras kormányfő a következő döntés előtt állt: elfogadja, szembemenve politikai programjának lényegi pontjával; vagy csődbe megy, és az így keletkező gazdasági és társadalmi káoszt kezeli. Ebben a helyzetben népszavazást írt elő a témában, mely során a görögök 61%-a elutasította a feltételrendszert. Ugyanakkor több mint 70%-uk támogatta az eurót. A választás eredménye nem befolyásolta a trojka követelését, teljes mértékben figyelmen kívül hagyták a görög nép demokratikusan kinyilvánított óháját. A választást követően Tsipras aláírta a harmadik mentőcsomagot (új finanszírozás, adósságelengedés nélkül), mely három évig további megszorításokkal (nyugdíjcsökkentés, adóemelés) és strukturális átalakításokkal (munkaerőpiaci, privatizációs) jár együtt. Ez jelentős belpolitikai feszültséget, kormányválságot és előrehozott választást eredményezett. Összességében a geopolitikailag nem kiemelkedő szerepet betöltő, gyenge érdekvédelmi képességgel rendelkező Görögország – a Grexit pallosával a feje felett¹³ – alulmaradt a core országok érdekérvényesítő képességével szemben. Európai szolidaritásról egyáltalán nem beszélhetünk. Megjegyezzük, hogy a szigorú fellépés mögött az is állt, hogy bármilyen Görögországnak nyújtott kedvezmény precedenst jelenthet más (nagyobb) mediterrán adós országoknak (Spanyolország, Olaszország). A harmadik görög mentőprogram 2018 közepén fejeződik be. De várhatóan nem az utolsó, hiszen a görög államadósság még ma is a GDP fenntarthatatlannak tekinthető 180%-a körüli szinten van.

Ukrajna 2015-ben először, az IMF vezetésével, 17,5 milliárd dolláros pénzügyi segítséget kapott nemzetközi szervezetektől. Ezt követően az ukrán magánhitelezők (az oroszok kivételével) átstrukturálási megállapodást fogadtak el (20%-kal leértékelték a kötvények névértékét, a kötvénykuponokat 7,75%-ban határozták meg, és a kamat- és tőkefizetést négy évre befagyasztották) (Reuters, 2015). A kötvény haircut mértéke elmaradt a piac várakozásaitól, így a kötvények felértékelődtek, piaci értékük nem csökkent a haircut ellenére. Egyes szakértők szerint a relatíve hatékony és gyors válságkezelésben jelentős szerepet játszott Ukrajna geopolitikai helyzete és a hitelezők szervezete, semmi nem biztosítja, hogy más válságok is ilyen hatékonyan rendeződnek.

VÁRHATÓ-E VALÓDI ELŐRELÉPÉS?

A szuverén adósságválságok rendezésének intézményrendszerét csak a már létező nemzetközi szervezetek erős támogatásával lehet megreformálni. Nem reális, hogy az egyéni reformelképzelések, bármennyire is jónak tűnnek, kellő támogatás hiányá-

ban a jövőben megvalósuljanak. Nagy előrelépés lenne, ha az IMF/EU szakítana a korábbi, magánbefektetőket védő eljárásával, és az eladósodott országok, illetve saját adófizetőik érdekeit jobban védenék.

Ugyanakkor látjuk, hogy az eurózóna 2010-es szuverén válságát követően is, az adósságrendezés valódi intézményi reformja helyett, az adósságválságba került országok rövid távú finanszírozása intézményi háttérének kialakítására helyezték a hangsúlyt. Az erre létrehozott intézmények (EFSF, majd ESM) felett a demokratikus kontroll szinte teljesen hiányzik, és az eddigi gyakorlatuk alapján az ún. core országok, illetve ezek magánhitelezőinek az érdekeit védik. Az adós országoktól pedig a legnagyobb válság közepette további fiskális megszorításokat és privatizációs programokat kérnek a finanszírozás fenntartása érdekében.

Összességében a nagy nemzetközi bankok és befektetők, illetve anyaországaik (ún. core országok) ellenérdekeltek az intézményi szintű reformokban. A szuverén csőd maradjon egy bizonytalan kimenetelű, akár nagyon magas költségekkel járó és lassú folyamat. Ezen szereplők számára fontos, hogy a nemzetközi szolidaritás és hitelezői felelősségvállalás ne jelenjen meg, azaz a magánszektor tehervállalása (bail-in, hair-cut) az adósságrendezésben ne váljon általánosan elterjedt gyakorlattá, az adósságrendezési megoldások az aktuális nemzetközi gazdasági és politikai erőviszonyoknak maradjanak alárendelve, ahogy a közelmúltból a görög és ukrán példa is mutatja.

JEGYZETEK

- ¹ A szerző köszönettel tartozik Póra Andrásnak a hasznos javaslataiért.
- ² A Templeton nem az egyedüli kalandvagy-befektető. Kevésbé ismertek, de hasonló befektetési stratégiát vallóak: Greylock Capital, Carlyle Group, LNG Capital stb.
- ³ Lásd például az 1981-es válság hatására a formális jogi keretrendszer felállítására az egyik első ilyen javaslatot: Oechsli, 1981.
- ⁴ Az államcsődök részletes tipizálását lásd Vidovics-Dancs cikkében (Vidovics-Dancs, 2014).
- ⁵ Lásd https://europa.eu/efc/collective-action-clauses-euro-area_en.
- ⁶ 2008-at megelőzően a core országok magánpénzügyi intézményei hatékonyan közvetítették a megta-
karításokat a mediterrán és kelet-közép-európai országok felé, azok állami, önkormányzati, vállalati és
lakossági hitel igényét indirekten megfinanszírozták.
- ⁷ Erről a problematikáról lásd például Galgóczi, 2013.
- ⁸ A két intézmény történeti áttekintését lásd <https://www.esm.europa.eu/about-us/history>.
- ⁹ [http://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=1063&Sitemap_x0020_Taxono-
my=Sovereign%20Debt%20Portal](http://unctad.org/en/pages/newsdetails.aspx?OriginalVersionID=1063&Sitemap_x0020_Taxonomy=Sovereign%20Debt%20Portal).
- ¹⁰ 69/247. Modalities for the implementation of resolution 68/304, entitled Towards the establishment of
a multilateral legal framework for sovereign debt restructuring processes.
- ¹¹ <http://unctad.org/en/Pages/GDS/Sovereign-Debt-Portal/Sovereign-Debt-Portal.aspx>.
- ¹² A szerzők jól összefoglalják a központi bankok pénzügyi stabilitási riportjait; gyakorlatilag az összes 2006-
os riport egészségesnek ítélte meg a pénzügyi szektort.
- ¹³ Külön vita tárgya, hogy Görögország kikényszerítése az eurózónából, illetve az EU-ból (Grexit) mennyi-
re lett volna jogilag, gazdaságilag megvalósítható.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Bethlendi András – Czeti Tamás – Krekó Judit – Nagy Márton – Palotai Dániel (2005): *A magánszektor devizahitelezésének mozgatórugói*. MNB Tanulmányok, HT 2005/2., Magyar Nemzeti Bank.
- Corporate Europe Observatory (2014): *The European Stability Mechanism (ESM): no democracy at the bailout fund*. <https://corporateeurope.org/economy-finance/2014/06/european-stability-mechanism-esm-no-democracy-bailout-fund>.
- Das, Udaibir S. – Papaioannou, Michael G. – Trebesch, Christoph (2012): *Sovereign Debt Restructurings 1950–2010. Literature Survey, Data, and Stylized Facts*. IMF Working Paper, WP/12/203.
- Davies, Howard – Green, David (2010): *Banking on the Future. The Fall and Rise of Central Banking*. Princeton University Press, Princeton, <https://doi.org/10.1515/9781400834631>.
- Galgóczi, Béla (2013): ESM: European Social Model or European Stability Mechanism? *Social Europe*, www.socialeurope.eu/esm-european-social-model-or-european-stability-mechanism.
- Goldmann, Matthias (2014): *Necessity and Feasibility of a Standstill Rule for Sovereign Debt Workouts*. Paper prepared for the First Session of the Debt Workout Mechanism Working Group, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/gdsddf2014misc4_en.pdf.
- Hagen, Jürgen von et al. (2010): *A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal*. Bruegel, Blueprint 10.
- IMF (2013): Sovereign debt restructuring – recent development and implications for the Fund’s legal and policy framework.
- Jones, Tim (2015): *Six key points about Greece’s debt*. <http://jubileedebt.org.uk/reports-briefings/briefing/six-key-points-greek-debt-weeks-election>.
- Kamenis, Stratos D. (2014): *Vulture Funds and the Sovereign Debt Market: Lessons from Argentina and Greece*. Crisis Observatory, Research Paper No. 13.
- Keynes, John M. (2000): *A békeszerződés gazdasági következményei*. Európa Könyvkiadó, Budapest, 2000.
- Korby, Boris (2014): Franklin Templeton Lifts Ukraine Bet by Over \$250 Million. *Bloomberg*, www.bloomberg.com/news/2014-02-19/franklin-templeton-lifts-ukraine-bet-by-over-250-million.html.
- Kovács Árpád (2016): Szabályalapú költségvetés: út a költségvetési stabilitáshoz. *Polgári Szemle*, 12. évf., 4–6. sz.
- Lentner Csaba (2013): *Közpénzügyek és államháztartástan*. Nemzeti Közszoigoláti és Tankönyvkiadó, Budapest, 2013.
- Mooney, Charles W. (2015): *A Framework for a Formal Sovereign Debt Restructuring Mechanism: The KISS Principle (Keep It Simple, Stupid) and Other Guiding Principles*. http://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2548&context=faculty_scholarship.
- Oechsli, Christopher G. (1981): Procedural Guidelines for Renegotiating LDC Debts: An Analogy to Chapter 11 of the U.S. Bankruptcy Reform Act. *Virginia Journal of International Law*, Vol. 21, No. 2, 305–341.
- Rediker, Douglas A. – Ubide, Angel (2014): *The IMF Is Courting New Risks with a Change in Policy on Debt Restructuring*. Peterson Institute for International Economics, <http://blogs.piie.com/realtime/?p=4220>.
- Reuters (2015): Ukraine completes debt restructuring of around \$15 billion. *Reuters*, November 12, www.reuters.com/article/us-ukraine-crisis-debt/ukraine-completes-debt-restructuring-of-around-15-billion-idUSKCN0T12FT20151112.
- Schadler, Susan (2015): *Ukraine and the IMF’s evolving debt crisis narrative*. Centre for International Governance Innovation, www.cigionline.org/sites/default/files/pb_no68.pdf.
- Stiglitz, Joseph (2007): *Making Globalization Work*. Penguin Books, London.
- Varoufakis, Yanis (2015): *Of Greeks and Germans: Re-imagining our Shared Future*. <https://intpolicydigest.org/2015/03/20/of-greeks-and-germans-re-imagining-our-shared-future/>.
- Vidovics-Dancs Ágnes (2014): Az államcsőd költségei régen és ma. *Közgazdasági Szemle*, 61. évf., 3. sz., 262–278.
- Woods, Ngaire – John, Taylor (2014): Ukraine Versus the Vultures. Project Syndicate. www.project-syndicate.org/commentary/ngaire-woods-and-taylor-st-john-warn-that-the-country-s-investment-treaties-could-undermine-debt-restructuring-efforts?barrier=accessreg.